

مدل جریان نقدی آزاد برای سهامداران

دکتر کیهان مهام

«عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین»

Kayhan_maham@yahoo.com

علی اصغر فرج زاده

«مدرش دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز»

Farajzade_asghar@yahoo.com

جواد حسینی

«عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد هادیشهر»

hosseini_3000@yahoo.com

چکیده

جریان نقدی آزاد می‌تواند در ارزیابی سلامت مالی یک شرکت مفید باشد، چرا که تمام مفروضات حسابداری موجود در ساختار درآمد را کنار می‌گذارد. سود یک شرکت ممکن است رقم بالا و در حال رشد باشد، اما تا زمانی که وجوه نقد آزاد مورد توجه قرار نگرفته است نمی‌توان به این نکته پی برد که آیا این سود، برابر نقدینگی حاصل شده برای یک شرکت در یک سال معین می‌باشد یا خیر؟ سهامداران در نهایت علاقه مند به وجوه نقدی آزاد برای سهامداران می‌باشند. وجوه نقد آزاد برای سهامداران، وجوه قابل برداشت برای سهامدارانرا نشان می‌دهد، چیزی که سود آن را نشان نمی‌دهد. جریان نقدی آزاد برای سهامداران نشانگر وجوه نقد در دسترس پس از کسر هزینه‌ها و بدهیهای بازپرداخت شده است که در شرکت باقی می‌ماند و می‌تواند در اختیار سهامداران قرار گیرد. البته نباید تصور کرد که تمامی جریان نقد آزاد برای سهامداران، در اختیارشان قرار می‌گیرد. بسیاری از شرکت‌ها مبلغی کمتر از جریان نقدی آزاد برای سهامداران را در قالب سود سهام و طرح‌های بازخرید سهام به سهامداران پرداخت می‌کنند که برای این اقدام دلایل قانع‌کننده‌ای دارند. جریان نقدی آزاد برای سهامداران می‌تواند به جای سود سهام پرداختی توسط تحلیل‌گران مورد استفاده قرار گیرد.

مقدمه

جریان نقدی آزاد (۱) یکی از مفاهیم جدیدی است که اولین بار توسط جنسن (۲) مطرح شد و به تدریج توسعه یافت. زمانی که این مفهوم نظری در شرکتهای واقعی بکار برده می‌شود، برخی مسائل پیچیده بروز می‌یابد. مهمترین مساله، ارائه تعریف دقیقی از مخارج سرمایه‌ای است. هرچند بکارگیری تمام مخارج سرمایه‌ای صرف شده به عنوان جایگزین مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز برای تداوم رشد شرکت توجیه ضعیفی دارد، اما این کار، راه حلی عملی و ممکن جهت انجام محاسبه ای غیرعملی است. این فرض به ما اجازه می‌دهد از صورتهای مالی شرکتهای، برای برآورد جریان نقدی آزاد استفاده کنیم.

نظریه جریان نقدی آزاد

مانده جریانهای نقدی بدون هیچ گونه تعدیلاتی ممکن است گمراه کننده باشد، زیرا جریانهای نقدی خروجی مورد نیاز برای ادامه حیات شرکت را منعکس نمی‌کند. یکی از مقیاسهای جایگزین، جریان نقدی آزاد است که به وسیله جنسن توسعه یافت. افزون بر این، تحلیل نظری هزینه‌های نمایندگی نیز به وسیله او در خصوص جریان نقدی آزاد انجام گرفت. در این نظریه، جریان نقدی آزاد عبارتست از باقیمانده جریانهای نقدی پس از کسر وجوه نقد لازم برای پروژه‌هایی که خالص ارزش فعلی (۳) آنها مثبت ارزیابی می‌شود. این پروژه‌ها، طرحها (سرمایه گذاریهای بلندمدتی هستند که ارزش فعلی جریانهای نقدی ورودی مورد انتظار از آنها بیش از ارزش فعلی جریانهای نقدی خروجی مورد انتظار از آنها است. بدیهی است در محاسبه ارزش فعلی از نرخ هزینه سرمایه جهت تنزیل استفاده می‌شود.

نظریه جریان نقدی آزاد، رفتار شرکتهائی را توصیف می‌کند که با نظریه‌های اقتصادی قبلی قابل توجیه نبود. به زعم جنسن، شرکتهای مولد جریان نقدی آزاد باید وجوه خود را به جای سرمایه‌گذاری در طرحهای کم بازده (غیر سودآور) تسلیم مالکان کنند. برای مثال، آنها می‌توانند مازاد جریان نقدی خود را به صورت پرداخت سود سهام، بازخرید سهام و یا انتشار بدهی به جای سهام به مالکان تسلیم کنند.

بر اساس مطالعات جنسن، صنعت نفت آمریکا، مثالی از موارد اتلاف منابع را نشان می‌دهد. جریانهای نقدی ایجاد شده در دهه ۱۹۸۰ روی طرحهای اکتشافی کم بازده صرف شده بود. به باور او، اگر این شرکتهای مازاد وجوه نقد خود را از طریق بازخرید سهام یا معاوضه با بدهی به سهامداران پرداخت می‌کردند؛ وضعیت مطلوبتری داشتند.

محاسبه جریان نقدی آزاد

بکارگیری این مفهوم نظری در شرکتهای واقعی، برخی مسائل پیچیده و گیج کننده را پدید می آورد. اولین مشکل این است که مبلغ مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز جهت حفظ شرکت در نرخ رشد جاری‌اش شناخته شده نیست. شرکتهای این موارد را گزارش نمی کنند و حتی ممکن است قادر نباشند مبلغ مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز جهت حفظ خود در وضعیت فعلی و مبلغ مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز جهت توسعه خود را تعیین کنند. برای مثال، بعضی اطلاعات مربوط به اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت الفبا برای سال ۱۳۸۵ ذیلاً ارائه شده است:

افزایش در اموال؛ ماشین آلات، تجهیزات	۱۶۷۹ میلیارد ریال
واگذاری اموال، ماشین آلات، تجهیزات	(۲۲۷) میلیارد ریال
خالص تغییر قبل از استهلاک	۱۴۵۲ میلیارد ریال

چه بخشی از ۱۶۷۹ میلیارد ریال صرف حفظ نرخ رشد جاری شرکت الفبا و چه بخشی از آن صرف توسعه آن شده است؟ آیا خالص تغییر در اموال، ماشین آلات و تجهیزات به مبلغ ۱۴۵۲ میلیارد ریال مثبت به این معنی است که شرکت الفبا توسعه یافته است؟ افزایش اموال، ماشین آلات و تجهیزات معمولاً با ارزشهای جاری محاسبه می شود، در حالی که کاهش آنها بر اساس بهای تمام شده تاریخی محاسبه می گردد. افزایش اموال، ماشین آلات و تجهیزات به مبلغ ۱۶۷۹ میلیارد ریال کمتر از هزینه استهلاک دارائیهای ثابت مشهود و نامشهود شرکت در سال قبل است که معادل ۱۶۹۳ میلیارد ریال بوده است. با این وجود، در گزارشهای مالی این موضوع که چقدر از این مبلغ مربوط به استهلاک دارائیهای نامشهود بوده، گزارش نمی شود.

تعیین مبلغ مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز نیز کار پیچیده‌ای است. برخی جریان نقدی آزاد را با این فرض برآورد می کنند که تمام مخارج سرمایه‌ای برای حفظ رشد جاری شرکت ضروری و مورد نیاز است. با وجود این که ضروری دانستن تمام مخارج سرمایه‌ای انجام شده به عنوان مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز برای تداوم رشد شرکت مقبول نمی نماید، اما این یک راه حل عملی و ممکن جهت حل یک محاسبه غیرعملی می باشد. این فرض به ما اجازه می دهد که در برآورد جریان نقدی آزاد از صورتهای مالی انتشار یافته استفاده کنیم.

پیچیدگی دیگر در محاسبات عبارتست از این که چه چیزی به راستی به عنوان جریان نقدی آزاد تعریف می شود. هیچ روش صحیحی برای محاسبه جریان نقدی آزاد وجود ندارد و تحلیلگران مختلف ممکن است در برآورد جریان نقدی آزاد شرکت از روشهای متفاوتی استفاده می کنند.

مساله دشوار این است که اندازه گیری جریان نقدی آزادی که به وسیله این نظریه دیکته شده غیرممکن است چرا که روشهای زیادی برای محاسبه این جریان نقدی مطرح شده است. یکی از روشهای ساده این است که کار با وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی شروع و مخارج سرمایه‌ای از آن کسر شود. فرض کنید که اطلاعات زیر در باره شرکت پویا مصداق داشته باشد:

وجوه نقد ناشی از فعالیتهای عملیاتی	۷۷۴۲ میلیارد ریال
مخارج سرمایه‌ای	(۱۶۹۲)
جریان نقدی آزاد	۶۰۵۰ میلیارد ریال

قابل ذکر است که از سه ردیف بالا، ردیف اول در صورت جریان وجوه نقد استاندارد محاسبه می‌شود:

منابع اطلاعاتی	عناصر
صورت سود و زیان سال جاری	سود خالص
صورت سود و زیان سال جاری	+ استهلاک (مشهود و نامشهود)
ترازنامه سال جاری و سال قبل : حسابهای دارائی و بدهی جاری	- تغییرات در سرمایه در گردش
صورت جریان وجوه نقد : بخش اول (فعالیتهای عملیاتی)	= وجوه نقد ناشی از عملیات

بنابراین:

منابع اطلاعاتی	عناصر
صورت جریان وجوه نقد (بخش اول - فعالیتهای عملیاتی)	جریانهای نقدی ناشی از عملیات
صورت جریان وجوه نقد (بخش دوم - فعالیتهای سرمایه گذاری)	- مخارج سرمایه ای
	= جریان نقدی آزاد

بین سود خالص و جریان نقدی آزاد دو تفاوت عمده وجود دارد که باید مد نظر قرار گیرد. اولین تفاوت در حسابداری اقلام جهت محاسبه مصرف کالاهای سرمایه‌ای است. در محاسبه سود خالص از استهلاک استفاده می‌شود، در حالی که در محاسبه جریان نقدی آزاد از خالص خریدهای سرمایه‌ای دوره قبل نیز استفاده می‌شود.

معایب	مزایا	اجزای تشکیل دهنده	نوع اندازه گیری
مخارج سرمایه‌ای بنا به صلاحدید و نظر مدیریت انجام می‌شود؛ بنابراین، ممکن است صرف مخارج به صورت نامنظم و پراکنده اتفاق بیفتد.	پرداختها با ارزشهای جاری انجام شده است.	خالص سرمایه گذاری صرف شده در دوره قبل	جریان نقدی آزاد
با در نظر گرفتن ۲٪ تورم برای هر سال، تجهیزات خریداری شده در ۱۰ سال قبل با قیمت ۱۰۰ میلیون ریال، حالا بهائی معادل ۱۲۲ میلیون ریال دارد. با روش استهلاک خط مستقیم و عمر ۱۰ ساله ماشین قدیمی، هزینه استهلاک سالیانه ۱۰ دلار میلیون ریال است اما همان ماشین آلات می‌تواند استهلاک ۱۲ میلیون ریالی داشته باشد یا ۲۲٪ بیشتر.	این هزینه‌ها قابلیت یکسان سازی سود را دارند و به صورت فزاینده و تجمیعی با خریدهای دوره قبل گزارش می‌شوند.	هزینه استهلاک	سود خالص

دومین تفاوت این است که در اندازه‌گیری جریان نقدی آزاد، افزایش در خالص سرمایه در گردش کسر می‌شود، در حالی که چنین اقدامی در محاسبه سود انجام نمی‌گیرد. برای مثال، در یک شرکت در حال رشد، با دوره ۳۰ روزه وصول مطالبات و دوره ۳۰ روزه پرداخت برای خریدها و پرداخت هفتگی حقوق کارکنان، به سرمایه در گردش زیادی نیاز است تا اجزای تشکیل دهنده سود و حقوق کارکنان را که در مانده در حال رشد حسابهای دریافتی قرار دارد، تامین مالی نمود. اندازه‌گیری سود خالص ضرورتاً بیان میکند «می‌توانید آن را بردارید» برای این که شما هنوز هم به همان میزان وجه نقد دارید که در ابتدای دوره شروع کرده‌اید. با این وجود، بر مبنای نظریه جریان نقدی آزاد «شما نمی‌توانید آن را بردارید»، چرا که با این کار مانع عملیات رو به رشد و پیشرفت شرکت می‌شوید.

مسائل مربوط به مخارج سرمایه ای

یکی از مسائل مهم در مورد جریان نقدی آزاد ارائه تعریفی از مخارج سرمایه‌ای است. در بیانیه ۷ استانداردهای بین‌المللی حسابداری جهت محاسبه جریان نقدی آزاد، از مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز جهت حفظ شرکت در سطح ظرفیت مولد فعلی استفاده شده است. بیانیه ۷ استانداردهای بین‌المللی حسابداری بر رویکرد حفظ سرمایه تاکید دارد، یعنی مخارج سرمایه‌ای باید تنها آن مخارجی را نشان دهد که برای حفظ داراییهای عملیاتی شرکت ضروری است.

چون مخارج حفظ و نگهداری داراییها تنها بخشی از مخارج سرمایه‌ای گزارش شده در صورت جریان وجوه نقد می‌باشد، پس این مخارج از مخارجی که برای اهداف رشد انجام می‌شود باید تفکیک گردد. این تفکیک، طبق استانداردهای حسابداری انجام نمی‌شود و مورد حساسی نیز قرار نمی‌گیرد. مدیریت نسبت به افشا یا عدم افشای مخارج سرمایه‌ای انجام شده جهت حفظ و نگهداری داراییها آزاد است. بنابراین، این اطلاعات جهت محاسبه جریان نقدی آزاد قابل دستکاری شدن است و از طرفی نیازمند برآورد می‌باشد.

از آن جا که این مبلغ می‌تواند عمده باشد، تردید نسبت به مخارج سرمایه‌ای انجام شده جهت حفظ و نگهداری داراییها، مبنایی جهت رد کردن استفاده از جریان نقدی آزاد توسط بعضی از صاحبان نظران می‌باشد. به دلیل فقدان اطلاعات دقیق در این زمینه، بسیاری از تحلیلگران از مجموع مخارج سرمایه‌ای استفاده می‌کنند و از این رو، جریان نقدی آزاد معمولاً کم‌نمایی می‌شود. برخی از سازمانهای ضابطه‌گذار (۴) درصدی از فروش یا داراییها را بعنوان جایگزینی برای انعکاس مبلغ مخارج سرمایه‌ای جهت حفظ رشد شرکت بکار می‌برند. برای مثال، کمیسیون جدید جیسی (۵) و گیمینگ (۶) ۵ درصد عایدات را به عنوان مخارج سرمایه‌ای تعریف کرده اند.

دومین مساله مربوط به اندازه گیری مخارج سرمایه‌ای انجام شده جهت حفظ داراییها، بالا بودن مبلغ واقعی آن می‌باشد. ماهیت این مخارج به گونه ای است که احتمال وقوع آن در یک دوره ده ساله نادر می‌باشد، ولی در صورت وقوع پرهزینه می‌باشد. در عوض، جریان نقدی آزاد از سالی به سال دیگر بسیار فرق می‌کند. هیچ سال بخصوصی نمی‌تواند به عنوان مبنا تصور شود و انتظار داشته باشیم که در سالهای بعد، آن جریان نقدی آزاد تکرار شود. شرکتهائی که مخارج سرمایه‌ای پایدار و ثابت دارند، جریان نقدی آزادشان در بلندمدت تقریباً برابر با درآمد خواهد بود.

جریان نقدی آزاد برای سهامداران (۷)

الف- بدون در نظر گرفتن سهامداران ممتاز

جهت برآورد مقدار وجه نقدی که یک شرکت می تواند به سهامدارانش بپردازد، کار را با سود خالص که مقیاس حسابداری در آمد سهامداران در خلال یک دوره است آغاز و آن را بعد از کسر نقدینگی مورد نیاز برای سرمایه گذاری مجدد به جریان نقدی تبدیل می کنیم. ابتدا مخارج سرمایه ای مورد نیاز را به عنوان جریان نقدی خروجی از سود خالص کسر می کنیم. از سوی دیگر، استهلاک داراییهای ثابت مشهود و نامشهود به سود اضافه می شود چرا که این هزینه ها غیر نقدی می باشند. تفاوت مخارج سرمایه ای و استهلاک، خالص مخارج سرمایه ای نامیده می شود که معمولاً تابعی از ویژگیهای رشد شرکت می باشد. خالص مخارج سرمایه ای در شرکتهای پر رشد بیشتر از شرکتهای کم رشد می باشد. در شرکتهای کم رشد حتی امکان دارد خالص مخارج سرمایه ای منفی شود.

دوم، افزایش سرمایه در گردش مورد نیاز، وجه نقد آزاد شرکت را کاهش می دهد در حالی که کاهش سرمایه در گردش مورد نیاز، وجه نقد آزاد شرکت و نقدینگی قابل پرداخت به سهامداران را افزایش می دهد. در شرکتهای سریع الرشد، نوعاً سرمایه در گردش مورد نیاز به سرعت افزایش می یابد، چون به آن دسته از تغییرات که بر جریانهای نقدی موثر است علاقه مند هستیم لذا صرفاً تغییرات در سرمایه در گردش غیرنقدی را تجزیه و تحلیل می کنیم. در آخر، سهامداران باید تاثیر تغییرات در سطوح بدهی را بر جریانهای نقدی مد نظر قرار دهند.

باز پرداخت اصل یک بدهی نشانگر یک جریان نقدی خروجی است اما ممکن است باز پرداخت تمام بدهی یا قسمتی از آن، از محل ایجاد بدهی های جدید انجام شود که خود یک جریان نقدی ورودی است در مجموع، باز پرداخت بدهی های قبلی از محل بدهی های جدید مقیاسی از جریانهای نقدی حاصل از تغییر در ساختار بدهی ها ارائه می کند.

با ملحوظ نمودن آثار نقدی خالص مخارج سرمایه ای، تغییرات سرمایه در گردش و خالص تغییرات در بدهی ها می توانیم جریان نقدی باقیمانده پس از اعمال این تغییرات را به عنوان جریان نقدی آزاد برای سهامداران (FCFE) تعریف نمود.

(تغییرات در سرمایه در گردش غیر نقدی) - (استهلاک - مخارج سرمایه ای) - سود خالص = FCFE

(بدهی های باز پرداخت شده - بدهی های جدید المنتشار) -

جریان نقدی آزاد برای پرداخت سود سهام به صورت فوق محاسبه می شود.

اگر فرض کنیم که خالص مخارج سرمایه ای و تغییرات در سرمایه در گردش با استفاده از ترکیب ثابتی از بدهی و سرمایه تامین مالی شود، محاسبات ساده تر می شود. اگر d سهمی از مخارج سرمایه ای و تغییرات در سرمایه در گردش باشد که از محل بدهی ها تامین مالی می شود، اثر آن بر جریانهای نقدی قابل پرداخت به سهامداران به شرح زیر خواهد بود:

جریانهای نقدی قابل پرداخت به سهامداران $(1-d)$ (استهلاک - مخارج سرمایه ای) =

متاثر از مخارج سرمایه ای مورد نیاز

جریانهای نقدی قابل پرداخت به سهامداران $(1-d)$ (تغییر در سرمایه در گردش) = -

متاثر از سرمایه در گردش مورد نیاز

گردش مورد نیاز با این فرض که ترکیب ارزش دفتری بدهی و سرمایه ثابت باشد به شرح زیر باشد:

$(1-d)$ (تغییر در سرمایه در گردش) - $(1-d)$ (استهلاک - مخارج سرمایه ای) - سودخالص = FCFE
 نکته قابل ذکر آن است که خالص باز پرداخت بدهی حذف می شود، چرا که باز پرداخت بدهی ها از تقبل بدهی های جدید تامین مالی می شود تا نسبت بدهی ثابت باقی بماند. این فرض که سهم مشخصی از مخارج سرمایه ای و سرمایه در گردش مورد نیاز با تقبل بدهی تامین مالی شود علی الخصوص زمانی سازنده خواهد بود که از نسبت بهینه بدهی یا نسبت هدف شرکت، جهت پیش بینی جریان نقدی آزاد برای سهامداران طی دوره های آتی استفاده شود. در بررسی دوره های گذشته میانگین نسبت بدهی شرکت در خلال دوره را می توان برای تخمین جریان نقدی آزاد بکار گرفت.

ب- با در نظر گرفتن سهامداران ممتاز

در هر دو مدل بلند و کوتاه جریان نقدی آزاد سهامداران به شرح فوق چنین فرض شد که سود سهام ممتاز پرداخت نمی شود. با توجه به این که سهام مورد ارزیابی تنها از سهام عادی تشکیل می شود، لازم است فرمولهای فوق برای انعکاس سهام ممتاز و سود پرداختی به آنها، اصلاح شود. بدین منظور لازم است سود سهام ممتاز نیز کسر شود تا جریان نقدی آزاد برای سهامداران محاسبه شود.

(تغییر در سرمایه در گردش غیر نقدی) - (استهلاک - مخارج سرمایه ای) - سودخالص = FCFE

(سهام ممتاز جدید انتشار + سود سهام ممتاز) -

در شکل کوتاه فرمول فوق به شکل زیر در می آید:

(1-d) تغییر در سرمایه در گردش - (1-d) (استهلاک - مخارج سرمایه ای) - سود سهام ممتاز

سودخالص = ECFE

نسبت مالی غیر سرمایه ای (d) باید میزان تامین مالی از طریق صدور سهام ممتاز جدید را نیز شامل شود.

مقایسه سود سهام پرداختی با FCFE

روش سنتی و متداول در تقسیم سود، سود سهام پرداختی را به صورت درصدی از سود نشان می دهد. این در حالیست که در روش ما جمع مبالغ بازگردانده شده به سهامداران بصورت درصدی از FCFE اندازه گیری می شود.

$$\text{نسبت پرداخت سود سهام (8)} = \frac{\text{سود سهام پرداختی}}{\text{سود}}$$

نسبت وجوه نقد بازگردانده شده به سهامداران به $\frac{\text{سود سهام پرداختی} + \text{باز خرید سهام}}{\text{FCFE}}$ = نسبت وجوه نقد بازگردانده شده به سهامداران به FCFE نشان می دهد که چند درصد از وجه نقد آماده و در دسترس که باید به سهامداران پرداخت شود واقعاً به شکل سود سهام و بازخرید سهام به آنها باز گردانده شده است .

اگر این نسبت مساوی یا نزدیک به عدد یک باشد ، نشان دهنده این است که شرکت تمامی مبلغی را که می توانست به سهامداران بپردازد ، پرداخت کرده است. اما اگر این نسبت کمتر از عدد یک باشد ، نشان دهنده این است که شرکت کمتر از مبلغی را که می توانست ، پرداخت کرده است و بقیه را در اوراق بهادار قابل داد و ستد سرمایه گذاری کرده یا مانده وجه نقد را افزایش داده است.

و اگر این نسبت بیشتر از عدد یک باشد ، نشان دهنده این است که شرکت بیشتر از مبلغی را که می توانست ، به آنها پرداخت کرده است که این کار از طریق برداشت از مانده موجود وجه نقد یا صدور اوراق بهادار جدید (سهام یا اوراق قرضه) انجام داده است. اکثراً شرکت ها تمایل دارند که مبلغی کمتر از FCFE را به سهامداران پرداخت کنند.

چرا شرکت ها کمتر از FCFE را به سهامداران می پردازند؟

بسیاری از شرکت ها کمتر از FCFE را که دارند در قالب سود سهام و طرح های بازخرید سهام به سهامداران پرداخت می کنند. دلایل چنین اقدامی از یک شرکت به شرکت دیگر فرق می کند و در زیر برخی از این دلایل بیان شده است :

۱ - تمایل به داشتن ثبات

به طور کلی شرکت‌ها به تغییر دادن سود سهام پرداختی تمایل ندارند و حتی با افزایش سود و FCFE نیز از افزایش سود سهام پرداختی امتناع می‌کنند زیرا آنها در خصوص توانایی شان جهت حفظ سود سهام پرداختی بالاتر مطمئن نیستند.

این موضوع منجر به این می‌شود که بین افزایش در سود و افزایش در سود سهام پرداختی فاصله بیافتد. به همین نحو، شرکت‌ها اغلب سود سهام پرداختی شان را در هنگام مواجه شدن با کاهش سود و FCFE بدون تغییر نگه می‌دارند.

۲ - نیازهای سرمایه‌گذاری آتی

شرکت‌ها ممکن است بدلیل مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز آتی، از پرداخت تمام FCFE به عنوان سود سهام امتناع ورزند. با توجه به اینکه انتشار اوراق بهادار هزینه‌های زیادی را بر دوش شرکت میگذارد ممکن است شرکت تصمیم بگیرد که برای تامین مالی نیازهای آتی، FCFE را نگهداری کند. بنابر این، به آن میزان که شرکت درباره تامین مالی نیازهای آینده اش نامطمئن باشد، ممکن است که تصمیم بگیرد تا مقداری وجه نقد را نگه دارد تا برای سرمایه‌گذاری‌های غیر مترقبه یا نیازهای غیر قابل پیش‌بینی بپردازند.

۳ - عامل مالیات

اگر سود سهام پرداختی با یک نرخ مالیاتی بالاتری نسبت به سود سرمایه‌ای مشمول مالیات گردد شرکت ممکن است تصمیم بگیرد که FCFE را نگه دارد و خیلی کمتر از آن چه که در دسترس دارد را به عنوان سود سهام پرداختنی بپردازد. این حالت احتمال دارد در شرکت‌هایی که در طبقه مالیاتی بالایی قرار دارند و به صورت خانوادگی اداره می‌شود مورد تاکید قرار گیرد.

۴ - نشانه‌های ویژه

شرکت‌ها اغلب از سود سهام پرداختی به عنوان نشانه‌ها و علائمی از چشم‌انداز آتی استفاده می‌کنند به این صورت که افزایش در سود سهام پرداختی به عنوان نشان مثبتی ملاحظه می‌شود و کاهش آن به عنوان علامت منفی قلمداد می‌گردد.

شواهد تجربی نیز با این مطالب موافق و سازگار است چرا که قیمت سهام با افزایش در سود سهام پرداختی بالا رفته و با کاهش سود سهام پرداختی، پائین می‌آید. استفاده از سود سهام پرداختی به عنوان نشانه و علامت ممکن است منجر به ایجاد تفاوت‌ها و اختلاف ما بین سود سهام پرداختی و FCFE شود.

۵ - منافع شخصی مدیریت

مدیران یک شرکت ممکن است با نگر داشتن وجه نقد در مقایسه با پرداخت آن به عنوان سود سهام ، منافی بدست آورند تمایل قدرتمند ساختن شرکت ممکن است منجر به این شود که افزایش اندازه یک شرکت به عنوان یک هدف قرار گیرد. یا مدیریت ممکن است که احساس کند زمانی که سود پائین باشد نیاز به افزایش دادن وجه نقد جهت راه انداختن کار آسان است . در چنین دوره هائی ممکن است که سقوط و کاهش سود ، کاهش یابد و به مدیران اجازه دهد که در جای خود باقی بماند.

برآورد رشد FCFE

FCFE مانند سود سهام پرداختی عبارتست از وجوه نقد که سرمایه گذاران در حقوق صاحبان سهام داده می شود و می توان از یک رویکرد یکسان استفاده کرد که جهت برآورد نرخ رشد بنیادی و اساسی سود هر سهم استفاده شده است.

بازده ارزش ویژه \times نسبت انباشت سود = نرخ رشد مورد انتظار

دلیل استفاده از نسبت انباشت سود در این معادله به این خاطر است که هر جائیکه وجوه به عنوان سود سهام پرداختی ، پرداخت نشد در رکت سرمایه گذاری گردد (یا به ورت سرمایه گذاری به شرکت باز گردد)

بحث خیلی مهم که در اینجا ایجاد می گردد این است که این موضوع با این فرض که FCFE به صورت سود سهام پرداختی به سهامداران پرداخت می شود در تناقض است . لذا جایگزین کردن نرخ سرمایه گذاری مجدد در حقوق صاحبان سهام بجای نرخ انباشت سود عملی خیلی منطقی می باشد. نرخ سرمایه گذاری مجدد در حقوق صاحبان سهام ، مقیاسی است که درصد سود خالص را که دوباره در شرکت سرمایه گذاری می شود را اندازه می گیرد.

نرخ سرمایه گذاری مجدد در حقوق صاحبان سهام =

خالص مخارج سرمایه ای + تغییرات در سرمایه گردش - خالص بدهی های منتشر شده - ۱

سود خالص

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) ممکن است به منظور انعکاس این واقعیت تعدیل شود که مقیاس سنتی (قراردادی) بازده درآمد بهره حاصل از وجوه نقد و اوراق بهادار قابل داد و ستد را در صورت کسر در بر گیرد و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نیز ارزش وجوه نقد و اوراق بهادار قابل داد و ستد را در برگیرد . در مدل FCFE هیچ وجه نقد مازادی در شرکت باقی نمی

ماند و بازده حقوق صاحبان سهام باید بازده سرمایه گذاری غیر نقدی را باید اندازه گیری کند. شما باید یک ورژن تعدیل شده از بازده حقوق صاحبان سهام را بنا کنید که جنبه های غیر نقدی را اندازه گیری می کند.

$$\text{سودخالص} - \text{سود بعد از کسر مالیات حاصل از وجه نقد و اوراق بهادار قابل داد و ستد} = \text{بازده حقوق صاحبان سهام غیر نقدی}$$

$$\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام} - \text{وجه نقد و اوراق بهادار قابل داد و ستد}$$

محصول نرخ سرمایه گذاری مجدد در حقوق صاحبان سهام و بازده حقوق صاحبان سهام تعدیل شده ، نرخ رشد مورد انتظار FCFE را تسلیم خواهد کرد (به بار خواهد آورد)
 بازده حقوق صاحبان سهام × نرخ سرمایه گذاری مجدد در حقوق صاحبان سهام = رشد مورد انتظار در FCFE

FCFE و اهرم و ارزش حقوق صاحبان سهام

افزایش در نسبت بدهی FCFE را افزایش می دهد زیرا اکثر نیازهای سرمایه گذاری مجدد از طریق استقراض تامین می شود و موارد کمتری از حقوق صاحبان سهام تامین می شود. تریخس وجه نقد می تواند به عنوان سود سهام پرداختی اضافی پرداخت شود و یا جهت خرید مجدد سهام استفاده شود برای نمونه در مورد شرکت خطوط هوایی سنگاپور FCFE به عنوان یکی از کارکردهای (عملکرد) نسبت بدهی به سرمایه ، نشان داده می شود.
 اگر FCFE به دلیل افزایش در اهرم ، افزایش یابد آیا این نتیجه می تواند بدست آید که ارزش حقوق صاحبان سهام با اهرم افزایش می یابد ؟ نه لزوما چنین نیست .
 نرخ تنزیل به کار رفته ، هزینه سرمایه ای است که بر اساس تبا یا تباها برآورد می شود وقتی که اهرم افزایش می یابد بتا نیز افزایش خواهد یافت و هزینه سرمایه افزایش خواهد یافت .
 (حقوق صاحبان سهام / بدهی) (نرخ مالیات - ۱) + ۱ = بتای غیر اهرمدار = بتای اهرمدار
 در عوض این یک اثر منفی بر روی ارزش حقوق صاحبان سهام خواهد گذاشت.
 اثر خالص بر روی ارزش بر این موضوع بستگی دارد که چه تاثیری حکمفرماست (افزایش در جریان نقدی یا افزایش در بتا)

FCFE منفی ، کاهش سرمایه و ارزش هر سهم

برخلاف سود سهام پرداختی ، FCFE می تواند منفی باشد ، این زمانی اتفاق می افتد که سود خالص منفی باشد یا نیازهای سرمایه گذاری مجدد شرکت خیلی زیاد باشد . بر آیند خالص مخارج سرمایه ای و نیازهای سرمایه در گردش ممکن است که بیشتر از سود خالص باشد. در واقع ، غالباً در شرکت هایی با نرخ رشد بالا احتمال دارد که چنین حالتی رخ دهد. FCFE در شرکت هایی که مبالغ با اهمیتی را جهت تولید رشد بالا ، سرمایه داری مجدد می کنند ، منفی خواهد شد. وقتی که رشد کاهش یابد نیازهای سرمایه گذاری مجدد نیز کاهش خواهد یافت و FCFE مثبت خواهد شد توجه کنید که FCFE به چه چیزی اشاره می کند.

آن نشان می دهد که شرکت وجه نقد کافی حاصل از فعالیتهای عملیاتی را جهت تامین نیازهای سرمایه گذاری مجدد تولید نمی کند از آن جایی که FCFE بعد از کسر خالص بدهی های منتشره محاسبه می شود لذا در مواردیکه جریان نقد شرکت منفی است شرکت مجبور به صدور اوراق حقوق صاحبان سهام خواهد شد. این رقیق کنندگی مورد انتظار در سالهای آینده (منظور از رقیق کنندگی صدور سهام جدید است) ارزش هر سهم از حقوق صاحبان سهام را کاهش خواهد داد.

در مدل FCFE ، FCFE منفی در سالهای اولیه ارزش برآوردی حقوق صاحبان سهام امروز را کاهش خواهد داد.

پی نوشت ها

- 1- Free Cash Flow (FCF).
- 2- Michael Jensen.
- 3- Net Present Value (NPV).
- 4- regulatory.
- 5- jeisey.
- 6- gaming.
- 7- Free Cash Flow To Equity (FCFE)
- 8- Dividend Payout Ratio
- 9- Cash to Stockholders to FCFE Ratio

منابع و مآخذ

- ۱- کمیته فنی حسابداری، استانداردهای حسابداری، تهران، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، ۱۳۸۲،
- ۲- ریموند. پی نوو، مدیریت مالی، ترجمه و اقتباس: دکتر علی جهانخانی و دکتر علی پارسائیان، جلد اول، تهران (سمت)، ۱۳۷۹، ص ۷۲.

3- www.investorwords.com

4- <http://en.wikipedia.org>

- 5- www.quickmba.com
- 6- www.dapree.gatech.edu/finlab
- 7- www.Fitchibca.com
- 8- Jensen, Michael C. "agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American economic review*, (1986), V76 (2), 323-329.
- 9- Brealey, Myers, and Allen. *Principles of Corporate Finance*, 8th edition (McGraw-Hill/Irwin, 2005).
- 10- Lang, Larry, Rene stulz, Rod ph a. walking, "A Test of free cash flow hypothesis: The case of Bidder Returns" *Journal of Financial Economics*, (October 1991) , pp 315-350
- 11- Sloan, Richard G. , 1996, "Using earnings and free cash flow to evaluate corporate performance " , *Journal of applied corporate finance*, Vol.9, no1, pp.10-18 (spring)

This document was created with Win2PDF available at <http://www.daneprairie.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.